

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:22**

**2010-05-28**

*Detta uttalande är såvitt avser dispensbeslut 2 meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2010-06-03.*

### **BESLUT**

#### *Tolkningsfrågor*

Ratos AB kan, under de i framställningen angivna förutsättningarna, lämna det planerade erbjudandet avseende samtliga aktier i HL Display AB utan att anpassa vederlagets form till förekomsten av aktier som betalningsmedel i den planerade förfären.

Nämnden har i detta fall inte något att erinra mot den metod som Ratos AB enligt framställningen avser att använda för att fastställa det lägsta pris som man måste erbjuda i budet.

#### *Dispens 1*

Aktiemarknadsnämnden medger, under de i framställningen angivna förutsättningarna, Ratos AB dispens från skyldigheten i punkten II.12 i Takeover-reglerna, att i det planerade erbjudandet avseende resterande aktier i HL Display AB inkludera de teckningsoptioner som åsyftas i framställningen.

#### *Dispens 2*

Aktiemarknadsnämnden medger, under de i framställningen angivna förutsättningarna, Ratos AB dispens från skyldigheten att rikta det planerade uppköpserbjudandet avseende resterande

aktier i HL Display AB till aktieägare bosatta i Förenta staterna, Kanada, Schweiz, Japan, Australien, Nya Zeeland och Sydafrika.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

## ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 26 maj 2010 en framställning från Mannheimer Swartling Advokatbyrå som ombud för Ratos AB. Framställningen rör dels dispens från viss bestämmelse i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, dels tolkning av och dispens från viss bestämmelse i Takeover-reglerna.

## FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Ratos AB innehar 8.900.280 aktier i HL Display AB, vars aktier är noterade på NASDAQ OMX Stockholm. Innehavet representerar 28,8 procent av aktierna och 20,1 procent av rösterna i bolaget. I HL Display finns aktier av två aktieslag, A-aktier med 1 röst per aktie och B-aktier med 1/10 röst per aktie.

Ratos överväger att ingå avtal med största ägaren (ägarfamiljen) om förvärv av ytterligare aktier i HL Display och därefter lämna ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i HL Display enligt reglerna om budplikt ("Budet"). I ägarfamiljen ingår HL Displays styrelseordförande.

### Tolkningsfrågor

### Fråga 1

Det förvärv som Ratos avser att göra från ägarfamiljen motsvarar omkring 28,2 procent av samtliga aktier och 59 procent av rösterna i bolaget ("Föreffären"). Vederlaget för dessa aktier kommer till 90 procent att utgöras av kontanter och till 10 procent av aktier i Ratos. Budet avses bli offentliggjort samtidigt som Föreffären offentliggörs.

Enligt punkten II.13 i Takeover-reglerna ska, om budgivaren förvärvat mer än 10 procent av samtliga aktier i målbolaget mot vederlag i form av aktier, erbjudandet innehålla motsvarande vederlagsalternativ. Då vederlaget i Föreffären endast till en tiondel kommer att utgöras av aktier i Ratos är, enligt Ratos mening, punkten II.13 i detta fall inte tillämplig.

Ratos hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida Ratos ändå skulle vara skyldigt att inom ramen för Budet erbjuda aktier i Ratos antingen genom ett kombinerat vederlagsalternativ på samma villkor som i Föreffären eller på andra villkor (utöver det kontantalternativ som måste erbjudas enligt budpliktsreglerna).

### Fråga 2

Avtal om Föreffären ska ingås efter börsens stängning kvällen innan Budet offentliggörs. I avtalet fastställs det kontantbelopp samt det antal Ratos-aktier som ska erläggas till säljarna. Tillträde till aktierna och erläggande av vederlaget kommer att äga rum först då erforderliga konkurrensgodkännanden erhållits.

För att bestämma det lägsta pris per aktie i HL Display som Ratos har att erbjuda i Budet måste värdet av Ratos-aktien fastställas vid tidpunkten för ingåendet av avtalet om Föreffären. Avsikten är att använda den volymvägda genomsnittliga betalkursen dagen för ingåendet av Föreffärsavtalet för aktierna i Ratos respektive HL Display som den kurs till vilken Föreffären ska ske och använda samma kurs för att bestämma det lägsta pris som Ratos har att erbjuda i Budet. Ratos hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar att detta sätt att bestämma det lägsta priset i Budet är tillfyllest eller anger vilken annan kurs under den aktuella handelsdagen som ska användas.

### *Fråga 3*

Om Aktiemarknadsnämnden anser att Ratos ska erbjuda ett vederlagsalternativ i Budet som omfattar nyemitterade Ratos-aktier, uppkommer fråga om det krävs en proformaredovisning i prospektet/erbjudandehandlingen.

Proformaredovisning krävs inte enligt prospektreglerna i detta fall eftersom Ratos förvärv av HL Display är så litet att det understiger de tröskelvärden som måste vara uppfyllda för att proformaredovisning ska krävas. Med hänsyn till förvärvets storlek i förhållande till Ratos och övriga omständigheter anser Ratos att proformaredovisning inte heller tillför någon väsentlig information för aktieägarna.

Ratos hemställer att Aktiemarknadsnämnden klargör huruvida en proformaredovisning krävs i prospektet/erbjudandehandlingen enligt Takeover-reglerna trots att detta inte följer av tillämpliga prospektregler.

### **Ansökan om dispens**

#### *1. Dispens från skyldighet att erbjuda övriga aktieägare aktievederlag*

För det fall Aktiemarknadsnämnden skulle anse att Ratos ska erbjuda ett vederlagsalternativ i Budet som omfattar Ratos-aktier, hemställer Ratos att Aktiemarknadsnämnden beviljar Ratos dispens från ett sådant krav.

Aktievederlaget skulle i detta fall utgöra endast en ytterst begränsad del av det totala vederlaget. Ett blandat vederlag skulle också innebära en ökad hanteringskostnad för Ratos av en omfattning som Ratos anser inte kan motiveras. Vidare kan noteras att om Ratos skulle erbjuda ett 90/10-alternativ på samma villkor som i Föraffären skulle ett stort antal mindre ägare av HL Display-aktier erhålla ett mycket litet antal Ratos-aktier eller endast en fraktion av en Ratos-aktie. För aktieägare i Sverige kommer ett rent kontanterbjudande i normalfallet också att innebära ett mer gynnsamt skattemässigt utfall än om vederlaget i erbjudandet "blandas".

## *2. Dispens från skyldigheten att inkludera optioner i Budet*

Enligt tillgänglig offentlig information har HL Display två utestående optionsprogram riktade till ledande befattningshavare. Optionsprogrammen omfattar både personaloptioner och teckningsoptioner och skulle enligt offentlig information kunna medföra utspädning om 3,07 procent av aktiekapitalet och 1,47 procent av rösterna i HL Display (vid fullt utnyttjande). Personaloptionerna är med stor sannolikhet föremål för överlåtelsebegränsningar.

Ratos planering av Budet har skett under stark tidspress och utan möjlighet att erhålla någon mer exakt information om optionsprogrammen. Mot denna bakgrund önskar Ratos inte inkludera av HL Display utgivna teckningsoptioner i Budet. Ratos avser dock att tillsammans med HL Display och optionsinnehavarna, efter offentliggörande av Budet, finna en lösning i syfte att garantera optionsinnehavarna en skälig och likvärdig behandling.

Ratos hemställer att Aktiemarknadsnämnden meddelar dispens från skyldigheten att inkludera av HL Display utgivna teckningsoptioner i Budet.

## *3. Dispens att utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner*

Ratos avser – i enlighet med vedertagen praxis – att utesluta aktieägare bosatta i vissa jurisdiktioner utanför EES från Budet. Dessa jurisdiktioner är Förenta staterna, Kanada, Schweiz, Japan, Australien, Nya Zeeland och Sydafrika.

Av HL Displays hemsida framgår att bland bolagets tio största ägare per den 31 december 2009 återfanns JP Morgan Chase Bank med ett innehav om 2,8 procent av aktierna och 1,4 procent av rösterna. JP Morgan Chase Bank är enligt framställningen av allt att döma förvaltare och inte ägare till aktierna. Enligt HL Displays årsredovisning för räkenskapsåret 2009 beräknades andelen utländskt ägande i bolaget per den 31 december 2009 uppgå till omkring 5 procent av kapitalet. Mot denna bakgrund bedömer Ratos att antalet aktier som må innehas av ägare bosatta i envar aktuell jurisdiktion bör representera endast en obetydlig andel av samtliga aktier i bolaget (mindre än 3 procent). HL Display är inte sekundärnoterat på någon utländsk marknad.

Ratos hemställer att Aktiemarknadsnämnden beviljar Ratos tillstånd att undanta aktieägare bosatta i aktuella jurisdiktioner från Budet.

## ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen måste följa börsens ”Takeover-regler”. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka Takeover-reglerna (punkten I.2).

I 3 kap. LUA finns bestämmelser om budplikt. Finansinspektionen får enligt 7 kap. 5 § LUA efter ansökan ge besked om huruvida budplikt gäller och medge undantag från bestämmelserna i 3 kap. Finansinspektionen har med stöd i 7 kap. 10 § LUA samt 8 och 9 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att ge besked om huruvida budplikt gäller och att besluta i frågor om undantag från budplikt (FFFS 2007:17).

## Tolkningsfrågor

### *Fråga 1*

En grundläggande princip i Takeover-reglerna är att budgivaren ska behandla aktieägare i målbolaget lika. Principen kommer till uttryck bl.a. i punkten II.10 som föreskriver att budgivaren ska erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Bestämmelsen innebär också att budgivaren är förhindrad att inom ramen för erbjudandet erbjuda viss eller vissa aktieägare exempelvis att förvärva aktier i budgivarbolaget eller i annat bolag eller att förvärva annan tillgång. Inom ramen för erbjudandet är sådana arrangemang inte tillåtna, oberoende av prestationernas värde.

Likabehandlingsprincipen har också ansetts påkalla att en budgivare som inom kortare tid än sex månader före ett lämnat erbjudande förvärvat aktier i målbolaget exempelvis av bolagets huvudägare erbjuder ett vederlag i budet som till sitt värde minst motsvarar vad budgivaren betalat i föräffären. En bestämmelse av den innebörden finns i punkten II.13 första stycket.

Kravet på likabehandling i samband med föräffärer stannar emellertid inte vid värdet på vederlaget utan omfattar också, numera, i viss utsträckning vederlagets form. Med förebild i den brittiska takeover-koden gäller sålunda enligt punkten II.13 fjärde stycket att, om budgivaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts, mot kontant vederlag och på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande avseende samtliga aktier i målbolaget, har förvärvat mer än tio procent av samtliga aktier i målbolaget, ska erbjudandet innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att aktieägarna har rätt att få kontant betalning. På motsvarande sätt gäller, sedan den 1 oktober 2009, enligt femte stycket att, om budgivaren förvärvat mer än tio procent mot vederlag i form av aktier eller andra värdepapper, ska motsvarande vederlagsalternativ återfinnas i erbjudandet. Det senare innebär exempelvis att om budgivaren i en föräffär förvärvat mer än tio procent av aktierna i målbolaget genom en apportemission, ska erbjudandet innehålla ett aktiealternativ.

I det nu aktuella fallet ska Ratos genomföra en föräffär mot betalning i dels kontanter, dels aktier. Den andel av betalningen som utgörs av aktier är emellertid så begränsad att Ratos inte kan anses genom föräffären förvärva minst tio procent av samtliga aktier i HL Display mot vederlag i aktier. Punkten II.13 femte stycket är således inte tillämplig (jfr kommentaren till den angivna punkten).

Frågan är då om Ratos ändå skulle kunna anses tvunget att inkludera aktier i det i budet erbjudna vederlaget. Enligt nämndens mening ska den frågan besvaras nekande. Den gräns vid tio procent av antalet aktier som lagts fast i punkten II.13 femte stycket får antas ge uttryck för en lämplig avvägning mellan olika intressen och har dessutom tillkommit nyligen. Det kan enligt nämndens mening inte annat än under mycket speciella omständigheter komma ifråga att utsträcka dess tillämpningsområde. Att erbjudandet lämnas i mycket nära anslutning till föräffären är inte tillräckligt för att så ska ske. Inte heller några andra omständigheter talar för en sådan utvidgning av bestämmelsens tillämpningsområde. Ratos

kan således lämna erbjudandet utan att anpassa vederlagets form till förekomsten av aktier som betalningsmedel i förfären.

### *Fråga 2*

Den andra fråga som Ratos ställer är på vilket sätt det lägsta pris som Ratos måste erbjuda i budet ska fastställas. Ratos avser att använda den volymvägda genomsnittliga betalkursen dagen för ingåendet av Förfärsavtalet för aktierna i Ratos respektive HL Display som den kurs till vilken Förfären ska ske och använda samma kurs för bestämmande av det lägsta pris som Ratos har att erbjuda i Budet.

Av kommentaren till punkten II.13 framgår att vid jämförelse mellan villkoren i förfären och villkoren i erbjudandet ska det i förfären lämnade vederlaget normalt värderas efter förhållandena vid avtalstidpunkten i förfären. I kommentaren ges inte någon närmare anvisning om hur, i förekommande fall, kursen på aktier ska beräknas. I linje med vad nämnden i ett annat och likartat sammanhang uttalat bör detta ske med utgångspunkt i den volymvägda genomsnittliga betalkursen (jfr AMN 2008:31).

Nämnden har mot bakgrund av vad nu sagts i detta fall inte något att erinra mot den metod som Ratos enligt framställningen avser att använda för att fastställa det lägsta pris som man måste erbjuda i budet.

### *Fråga 3*

Frågan ska med hänsyn till svaret på fråga 1 inte besvaras.

## **Ansökan om dispens**

### *1. Dispens från skyldighet att erbjuda övriga aktieägare aktieverlag*

Dispensansökan ska med hänsyn till svaret på fråga 1 inte behandlas.



## *2. Dispens från skyldigheten att inkludera optioner i Budet*

Av punkten II.12 i Takeover-reglerna följer att ett uppköpserbjudande avseende aktier alltid måste omfatta även andra av målbolaget utgivna, noterade eller onoterade, värdepapper som är överlåtbara och relaterade till en annan typ av värdepapper, om prissättningen av de förstnämnda väsentligt påverkas av de senares prisbildning. Det innebär att ett uppköpserbjudande typiskt sett också ska omfatta av målbolaget utgivna konvertibler och teckningsoptioner. Vederlaget för sådana värdepapper ska vara skäligt.

Att ett uppköpserbjudande ska omfatta även till aktierna i målbolaget relaterade värdepapper motiveras av att innehavarna av sådana värdepapper inte ska behöva riskera att – efter det att budgivaren förvärvat alla eller nästan alla aktier i bolaget vilka aktier till följd härav avförs från notering – bli sittande med värdepapper som är kopplade till onoterade aktier som uteslutande eller näst intill uteslutande innehas av budgivaren. I linje med vad nämnden tidigare uttalat finns det inte någonting som hindrar att syftet bakom den aktuella bestämmelsen uppnås på något annat sätt, om detta garanterar innehavarna av värdepapperen i fråga ett skäligt vederlag (se bl.a. AMN 2009:10). Förutsättningar finns därför att bevilja dispens i enlighet med vad som yrkas i framställningen. Det kan enligt nämndens mening vara lämpligt att ge offentlighet åt de huvudsakliga villkor som fastställs för kompensationen till innehavarna av teckningsoptioner.

## *3. Dispens att utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner*

Det är vanligt att utländska rättssubjekt äger aktier i svenska bolag. Om det riktas ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i ett svenskt bolag med utländska aktieägare, måste budgivaren följa de svenska reglerna men dessutom ta hänsyn till reglerna i det land eller de länder där de utländska aktieägarna har sitt hemvist. Att utforma ett erbjudande så att det uppfyller kraven i samtliga berörda länder kan vara mycket tidsödande och kostnadskrävande. Av kommentaren till punkten I.1 i Takeover-reglerna framgår att budgivaren då, med stöd av punkten I.2, kan hemställa om Aktiemarknadsnämndens tolkning av reglerna och, vid behov därav, dispens från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare i alla länder och från skyldigheten att tillämpa de svenska reglerna fullt ut i alla avseenden. I kommentaren sägs vidare att i enlighet med vedertagen praxis behöver, såvitt avser

aktieägare i länder utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, dispens inte sökas om, i anslutning till erbjudandets lämnande, antalet aktier som innehas av aktieägare i ett sålunda berört land kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget (högst tre procent), aktierna i fråga inte är noterade på någon marknadsplats i landet och inte några andra omständigheter med tillräcklig styrka talar för en annan ordning.

Kommentaren till punkten I.1 i Takeover-reglerna tar sikte på frivilligt lämnade uppköpserbjudanden. Av 3 kap. 1 § LUA framgår att ett uppköpserbjudande som lämnas på grund av budplikt måste avse resterande aktier i bolaget. Bestämmelsen går tillbaka på artikel 5.1 i EG:s Takeover-direktiv enligt vilken ett sådant erbjudande ska riktas till alla aktieägare och omfatta hela deras innehav.

Reglerna om budplikt lämnar, till skillnad från vad som är fallet ifråga om reglerna om frivilliga erbjudanden, inte något utrymme för budgivaren att utan dispens utesluta aktieägare i vissa jurisdiktioner från erbjudandet, oberoende av huruvida dessa jurisdiktioner är inom eller utanför EES. En sådan dispens kan vidare bara komma ifråga såvitt avser aktieägare med hemvist i länder utanför EES. Som nämnden tidigare konstaterat bör dock, i linje med den praxis som gäller i fråga om frivilliga erbjudanden, dispens normalt beviljas om antalet aktier som innehas av aktieägare i ett sålunda berört land kan antas representera endast en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget, aktierna i fråga inte är noterade på någon marknadsplats i landet och inte några andra omständigheter med tillräcklig styrka talar för en annan ordning.

I det nu aktuella fallet vill Ratos, i linje med vedertagen praxis, vid budpliktserbjudandet avseende samtliga resterande aktier i HL Display låta bli att rikta erbjudandet till aktieägare bosatta i Förenta staterna, Kanada, Schweiz, Japan, Australien, Nya Zeeland och Sydafrika.

Med utgångspunkt i offentligt tillgängliga uppgifter bedömer Ratos att antalet aktier som innehas av ägare bosatta i envar av dessa jurisdiktioner bör representera endast en obetydlig andel av samtliga aktier i bolaget (mindre än 3 procent). Den sammanlagda utlandsägda andelen av aktierna i bolaget uppgick enligt samma källor vid det senaste årsskiftet till omkring 5 procent. Aktien i HL Display är inte sekundärnoterad på någon utländsk marknad. Av framställningen framgår inte heller några särskilda omständigheter som talar emot att dispens beviljas.

Enligt Aktiemarknadsnämndens mening föreligger mot bakgrund av ovanstående förutsättningar för att medge Ratos dispens från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare i de nämnda jurisdiktionerna.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Ulf Aspenberg, Jan-Mikael Bexhed, Ossian Ekdahl och Johan Flodström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog